

CitiWeekly

MF planuje zmniejszanie zadłużenia

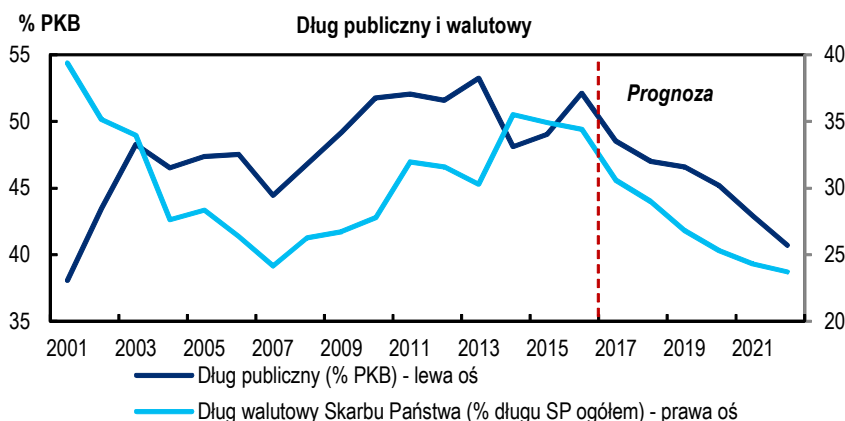
- Najnowsza „Strategia Zarządzania Długiem” na lata 2019-2022 zakłada stopniowy spadek udziału długu walutowego do ok. 24% na koniec 2022 r. Obecnie ten udział jeszcze jest powyżej 30%, głównie w wyniku zmian w systemie emerytalnym, które doprowadziły do umorzenia części długu krajowego przeniesionego z portfeli OFE do ZUS w 2014 r. Jednak od tego czasu stopniowo udział długu walutowego jest stopniowo redukowany. Jego obniżenie do 24% stanowiłoby powrót do celów strategicznych przyjmowanych przez MF jeszcze przed wybuchem kryzysu - wówczas udział długu walutowego miał oscylować w przedziale 20-25%. Przedział ten ostatecznie został rozszerzony do 20-30% w związku z osłabieniem złotego i wzrostem jego zmienności. Również wówczas, mając na uwadze długoterminowe plany integracji ze strefą euro, podwyższono udział euro w długu walutowym Skarbu Państwa, głównie kosztem dolara, do ok. 70%.
- W sytuacji gdy perspektywa przyjęcia euro wydaje się obecnie bardzo odległa i znacznie mniej prawdopodobna niż 10-12 lat temu, obniżenie udziału długu walutowego w całkowitym długu Skarbu Państwa wydaje się korzystne z punktu widzenia oceny kredytowej Polski. Naszym zdaniem w przypadku dalszej zdecydowanej redukcji długu walutowego można liczyć na przychylniejszą ocenę ze strony agencji ratingowych. Jednocześnie odległa perspektywa przyjęcia euro sugeruje, że można byłoby rozważyć większą dywersyfikację długu walutowego i większą emisję w innych niż euro walutach. Z drugiej strony efektem negatywnym obydwu takich działań mogłoby być zwiększenie kosztów obsługi długu.
- Resort finansów planuje także dalsze ograniczanie długu publicznego do ok. 40% PKB w 2022 r. z 48,5% na koniec 2017 r. Nasze prognozy są jedynie nieznacznie mniej optymistyczne. Obok redukcji długu walutowego i publicznego istotne w kontekście decyzji agencji ratingowych będzie także redukcji zadłużenia zewnętrznego.
- W ostatnich wypowiedziach Moody's zwracał uwagę, że Polska jest bardziej odporna na skutki napięć handlowych niż inne kraje Europy Środkowej i że musiałoby nastąpić duże odchylenie od aktualnych prognoz, żeby doszło do zmiany ratingu.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 18	4,33	3,73	4,87	1,16	1,50	-0,40	1,72	0,60	2,75
IV KW 19	4,27	3,56	4,80	1,20	1,50	0,00	2,08	0,85	2,85

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 14.09.18 r. pozostałe prognozy z dnia 19.09.2018 r.

Wykres 3. Resort finansów planuje obniżyć udział długu walutowego do PKB w kolejnych latach.



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

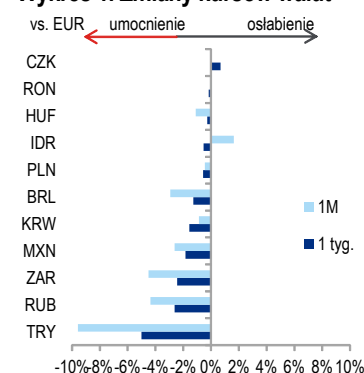
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

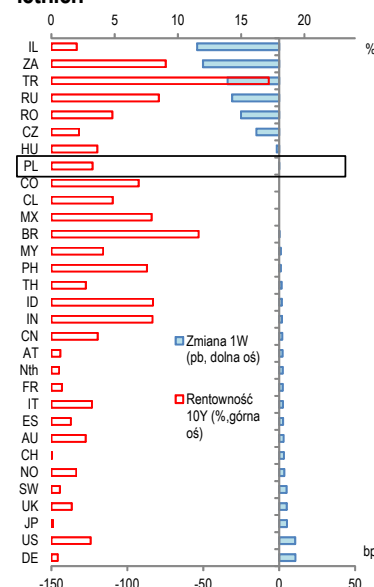
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



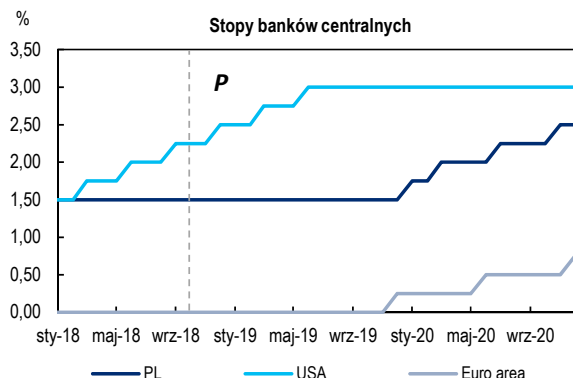
Według stanu na dzień 28.09.2018 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

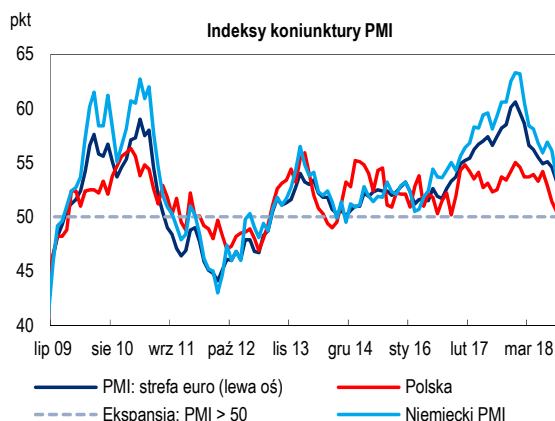
Wykres 4. Stopy w USA znów w górę, w Polsce wciąż bez zmian



- Zgodnie z oczekiwaniami na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed podwyższył stopy procentowe o 25 pb. W oficjalnym komunikacie usunięte zostało stwierdzenie, że polityka pieniężna w Stanach Zjednoczonych jest wciąż akomodacyjna, choć prezes Fed zasugerował, że wciąż powinna być tak traktowana. Spodziewamy się, że kolejna podwyżka stóp nastąpi w grudniu a dwie kolejne w marcu i czerwcu 2019 r.
- Oczekujemy, że krajowa RPP pozostawi stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Dane, które zostały opublikowane od ostatniego posiedzenia w większości zaskoczyły negatywnie, co przyczyni się do utrzymania gołębiego tonu wypowiedzi. W ostatnich wypowiedziach członkowie RPP nie wykluczali zmian stóp po 2019 r.

Źródło: Reuters, Citi Research, Citi Handlowy

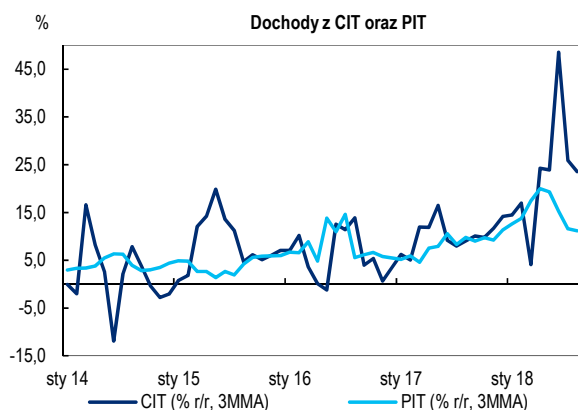
Wykres 5. Spadek PMI i inflacji



- PMI obniżył się we wrześniu do 50,5 pkt z 51,4 i był niższy od najbardziej pesymistycznych prognoz. Dane o PMI pokazały pierwszy spadek nowych zamówień od prawie dwóch lat, co wynikało głównie ze słabości zamówień eksportowych. Choć PMI może sygnalizować pogorszenie trendów w przemyśle to naszym zdaniem nie odzwierciedla on dobrze trendu PKB, który pozostaje mocny (oczekujemy wzrostu PKB o 4,5% r/r w II kw.)
- Według wstępnego odczytu GUS inflacja spadła we wrześniu do 1,8% z 2%, co było poniżej oczekiwań rynku na poziomie 1,9%. Wzrost cen żywności okazał się większy niż zakładaliśmy (0,6% m/m), ale ceny paliw i energii wzrosły trochę mniej i w związku z tym inflacja netto najprawdopodobniej spadła do 0,8%. Oczekujemy spadku CPI do 1,5-1,6% w listopadzie, po czym zacznie ona stopniowo rosnąć w kierunku 3% w II poł. 2019 r.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 6. Dobre wyniki budżetu po sierpniu, MF ma możliwości ograniczania emisji



- Resort finansów zapowiedział, że w IV kwartale zaoferuje obligacje o wartości 11-22 mld zł w tym 8-16 mld zł w październiku. MF sfinansował ok. 81% tegorocznych potrzeb pożyczkowych i ma ok. 51 mld zł depozytów, co przy dobrym wyniku budżetu może przyczyniać się do ograniczenia podaży.
- Według najnowszych danych po sierpniu budżet ponownie zanotował nadwyżkę na poziomie 1,1 mld zł. Na taki wynik złożył się wzrost dochodów VAT o 4,7% r/r (YTD), PIT o 14,4% i CIT o 16,5%. Naszym zdaniem saldo budżetu osiągnie -15-20 mld zł w tym roku, tj. poniżej założonej realizacji z projektu budżetu na 2019 r.
- Ministerstwo Finansów podało także, że w sierpniu inwestorzy zagraniczni zmniejszyli zaangażowanie w krajowym rynku długu o 2,8 mld zł, tj. łącznie o ok. 15 mld zł od początku roku.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
01 paź PONIEDZIAŁEK							
03:00	CN	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	51,2	51,3
03:00	CN	PMI dla usług	pkt	IX	--	54,8	54,2
09:00	HU	PMI	pkt	IX	--	--	56,2
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	IX	51,2	51,5	51,4
09:30	CZ	PMI	pkt	IX	--	54,4	54,9
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	53,7	55,9
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	IX	53,3	53,3	54,6
10:00	PL	Wstępny szacunek inflacji wg GUS	%	IX	1,9	1,9	2,0
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	55,6	54,7
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	IX	60,5	60,3	61,3
02 paź WTOREK							
09:00	CZ	PKB	% r/r	II kw	--	--	4,2
03 paź ŚRODA							
	DE	Dzień jedności Niemiec					
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	IX	--	56,5	55
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	IX	54,7	54,7	54,4
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	0,2	0,2	-0,2
14:00	PL	Decyzja RPP	%	X	1,5	1,5	1,5
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	IX	--	185	163
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	IX	--	53,6	54,8
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	IX	58,1	58,3	58,5
04 paź CZWARTEK							
	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	206	214
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VIII	--	0,9	-0,8
05 paź PIĄTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VIII	3,0	0	-0,9
14:30	USA	Bilans handlowy	mld	VIII	-54,1	-52,2	-50,1
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	IX	3,8	3,8	3,9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	IX	185	185	201

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi; * po rewizji

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	471	526	577	610
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 858	1 982	2 129	2 276
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 200	12 417	12 263	13 698	15 067	15 934
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0	5,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,4	3,3	3,8	3,0	4,6	4,8	3,9
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	5,7	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,4	3,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,7	4,0
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	3,6	5,6
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	5,0	6,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,7	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,8
Płace nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,3	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	2,4	4,5	7,6	7,4	4,9	5,4	7,0	7,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,71	2,08
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,40	3,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,73	3,56
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,59	3,76
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,33	4,27
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,33
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,8	-2,1	-4,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,2	-0,4	-0,8
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,1	-8,8
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	222,8	248,6	253,8
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,2	252,7	262,5
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	21,0	24,0	26,3
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,8	-21,8	-21,9
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	116,0	125,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,7	-0,9	-1,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,1	0,6	0,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,5	47,1	44,4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.